

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/027 – 27 janvier 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>En attendant les banques centrales</i>	2
☞ <i>France : le climat des affaires confirme la relative résistance de l'activité, les ménages restent prudents</i>	3
☞ <i>Zone euro : l'activité fait de la résistance en janvier</i>	4
☞ <i>Zone euro : légère baisse du taux d'épargne et hausse minime du taux de marge au T3 2022</i>	4
☞ <i>Italie : confiance, un ciel moins voilé pour les entreprises, mais pas pour les ménages</i>	5
☞ <i>Allemagne : plus de confiance dans les affaires écarte un peu plus le risque récessionniste</i>	6
☞ <i>Espagne : résilience du PIB au dernier trimestre 2022</i>	6
☞ <i>Royaume-Uni : la hausse de l'inflation, un souci, plutôt qu'une aide pour l'État</i>	8
☞ <i>Inde : une année 2023 au centre de la scène internationale</i>	10
☞ <i>République tchèque : qu'attendre des élections présidentielles ?</i>	12
☞ <i>Sénégal : un État engagé dans la transformation de son pays</i>	13

En attendant les banques centrales

Alors que les marchés actions ont continué de bien se comporter, les taux d'intérêt se sont redressés, très modestement, laissant même apparaître un mouvement (un soupçon) de pentification : un peu plus de taux courts en anticipation des mouvements de resserrement imminents des grandes banques centrales, encore un peu plus de taux longs en réaction à des résultats économiques plutôt meilleurs qu'anticipés et, au moins passagèrement, rassurants.

Aux États-Unis, au quatrième trimestre 2022, le PIB en volume a progressé de 2,9% (en variation trimestrielle annualisée) : cette progression supérieure aux attentes du consensus (2,6%) permet à la croissance d'atteindre 2,1% en moyenne au cours de l'année, après 5,9% en 2021.

Les dépenses de consommation se sont bien tenues : elles augmentent de 2,1% (les variations sont exprimées en rythme trimestriel annualisé) et apportent une contribution d'un peu plus de 1,4 point de pourcentage (pp). La résistance de la consommation tient à la progression encore soutenue de la consommation de services qui compense la stagnation des dépenses consacrées aux biens (le rattrapage puissant *post-Covid* s'est quasiment interrompu mi-2021). Grâce à une consommation plus gourmande en services qu'en biens, les importations se replient (-4,6%). Même avec un repli des exportations (-1,3%), le commerce extérieur contribue positivement à la croissance (+0,55 pp). L'investissement non résidentiel enregistre une croissance médiocre (0,7%). Par ailleurs, prolongeant trois trimestres consécutifs de baisse, l'investissement résidentiel recule encore de 23,7% soustrayant 1,3 pp de croissance. Enfin, la contribution la plus forte à la croissance (+1,5 pp) vient de l'accumulation rapide des stocks : à ce stade du ralentissement, sauf à être motivé par la crainte que les prix n'augmentent, il semble peu probable que ce mouvement de stockage soit volontaire. Qu'il soit souhaité en anticipation de

hausse de prix ou subi faute de demande, ce stockage est peu réjouissant.

Par ailleurs, bien que très légèrement mieux orienté (indice composite à 46,6 en janvier après 45), l'indice PMI américain se situe toujours dans la zone de contraction en raison de la diminution des nouvelles commandes ainsi que d'un rebond du prix des intrants. La croissance américaine apparaît donc plus belle de loin (le PIB) que de près (les stocks, l'investissement non résidentiel, le PMI).

En zone euro, l'indice PMI composite d'activité s'est également redressé à 50,2 points en janvier (après 49,3) et, bien que très timidement, se situe pour la première fois depuis six mois dans la zone d'expansion de l'activité. Les signaux livrés par les enquêtes, mais aussi les chiffres de croissance déjà estimés pour l'Allemagne (suggérant une stabilité du PIB au quatrième trimestre) ou l'Espagne (en légère croissance à la fin de 2022), suggèrent une résistance de la zone euro meilleure que ce qui était redouté. Mais, le resserrement des conditions financières n'a pas encore produit tous ses effets dépressifs.

Or, tant aux États-Unis qu'en zone euro, les échéances importantes du calendrier monétaire se rapprochent, puisque se tiendront la semaine prochaine les réunions de la *Fed* et de la BCE.

Aux États-Unis, les signes de ralentissement déjà patents ne devraient pas entamer la détermination de la *Fed*. Notre scénario table sur un resserrement de 25 points de base (pb) du taux des *Fed funds*. Le ton devrait demeurer « *hawkish* », continuant d'indiquer que le resserrement n'est pas abouti et que la pause n'est pas imminente. Les espoirs de « pivot », entendu comme point de bascule, risquent d'être déçus. Pour la zone euro, notre scénario retient une hausse de 50 pb des taux directeurs assortie d'un discours volontariste et d'un engagement à poursuivre sur une trajectoire nettement haussière.

Zone euro

France : le climat des affaires confirme la relative résistance de l'activité, les ménages restent prudents

En janvier, le climat des affaires est à 102, toujours au-dessus de sa moyenne historique (100). Il cède un petit point après avoir atteint à 103 au mois de décembre. En détail, le climat des affaires se dégrade nettement dans le commerce de gros. Cette enquête est trimestrielle et les données peuvent être volatiles d'une parution à une autre. En revanche, les autres secteurs se montrent assez résistants. Le climat des affaires gagne un point dans l'industrie et dans les services à respectivement 103 et 105 et deux points dans le commerce de détail où il atteint 101, repassant donc au-dessus de sa moyenne historique. Il perd un point dans le bâtiment, mais reste à un niveau particulièrement élevé (114).

Dans l'industrie, les perspectives de production s'améliorent légèrement. Point plus intéressant, le solde d'opinion sur l'évolution future des prix de vente reste à un niveau très élevé, mais est en nette baisse en janvier. Les obstacles liés à l'offre restent prédominants, mais reculent peu à peu, tandis que les contraintes de demande restent mesurées. Par secteur, le climat des affaires s'améliore notamment dans la production de matériels de transport qui est longtemps restée déprimée. Un léger recul a en

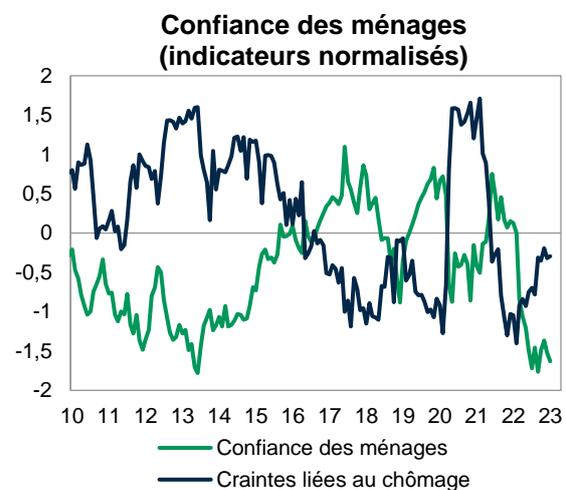
revanche eu lieu dans l'industrie agro-alimentaire et la production de biens d'équipement.

Dans les services également, les difficultés d'offre restent prédominantes. Les perspectives d'activité s'améliorent légèrement et le solde d'opinion sur l'évolution prévue des effectifs reste très élevé. Les prix devraient rester orientés à la hausse. Par secteur, le climat des affaires s'améliore dans l'information-communication, les services immobiliers et administratifs, tandis que dans l'hôtellerie restauration, le climat des affaires reste stable à un niveau assez élevé (105). Le climat des affaires recule légèrement dans le transport routier de marchandises.

Les ménages restent en revanche moins optimistes. La confiance des ménages perd un point en janvier à 80, bien en dessous de sa moyenne de long terme. Les ménages n'envisagent toujours pas d'effectuer des achats importants et les soldes d'opinion sur l'évolution future de la situation financière se dégradent à nouveau même si les craintes du chômage restent à des niveaux relativement bas.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

☑ Notre opinion – Selon les dernières enquêtes de conjoncture, l'activité se serait maintenue en France malgré une inflation en fin d'année 2022. Nous maintenons jusqu'à présent notre prévision d'une croissance du PIB nulle au T4 2022, ce qui porterait la croissance à 2,6% sur l'ensemble de l'année. Toutefois, notre prévision d'une contraction du PIB au premier trimestre pourrait être remise en question par l'apparente résistance de l'activité en ce début d'année. Nous attendons les prochaines données avant de réviser les prévisions, les ménages restent prudents selon les enquêtes de conjoncture. Même si selon les entreprises la demande résiste jusqu'à présent, un léger freinage de la consommation pourrait avoir lieu, d'autant plus si l'inflation atteint son pic en début d'année comme nous l'envisageons. En outre, en cas de forte opposition à la réforme des retraites et de grèves durables, les mouvements sociaux et les perturbations dans certains secteurs (énergie, transports) pourraient restreindre l'activité économique.

 **Zone euro : l'activité fait de la résistance en janvier**

L'indice PMI composite d'activité s'est redressé à 50,2 points en janvier (après 49,3), signalant ainsi la première – bien que très modeste – expansion de l'activité dans la zone euro depuis six mois. C'est la croissance de l'activité dans le secteur des services qui est de nouveau positive (50,7 points après 49,8), tandis que le secteur manufacturier est encore en contraction (49 points, après 47,8), mais à un moindre rythme. Dans les deux principales économies de la zone, l'activité est encore en contraction. Elle est toujours en repli dans l'industrie en Allemagne, où en revanche elle se redresse dans les services, tandis qu'en France la baisse de l'activité se modère dans l'industrie, mais se renforce dans les services.

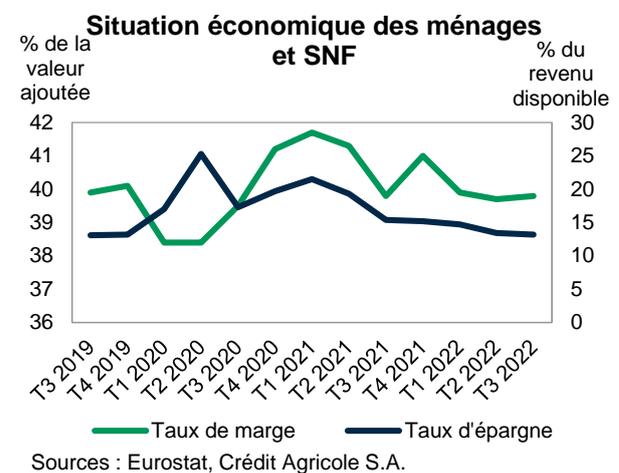
La baisse des nouvelles affaires ralentit et les perspectives d'activité à un an se sont améliorées. La stabilisation des conditions des chaînes de production est évidente depuis quelques mois, mais en janvier, elle se traduit par une réduction de la demande d'achats avec une moindre reconstitution des stocks à la fois d'intrants et de produits finis. Pourtant, la hausse des prix des intrants est la plus faible depuis octobre 2020 dans l'industrie et elle se modère aussi dans les services. Cela n'empêche pas l'accélération des prix de vente avec des répercussions des hausses passées et une volonté de reconstitution des marges.

✓ Notre opinion – Avec les chiffres récents qui suggèrent une stabilité du PIB en Allemagne et une légère croissance en Espagne au T4 2022, la zone euro pourrait avoir échappé à la contraction en fin d'année. Les premiers signaux fournis par les enquêtes concernant le T1 2023 suggèrent aussi au pire une stagnation de l'activité. Un risque haussier pèse donc sur notre prévision de croissance du PIB pour le T4 2022 (-0,3%) et le T1 2023 (-0,3%). Cependant, si la normalisation des conditions dans les chaînes de production est un signal positif, elle est aussi le résultat de l'affaiblissement de la demande mondiale et peut s'accompagner d'ajustements à la baisse du niveau des stocks peu favorables à la croissance. Elle est néanmoins un facteur désinflationniste puissant sur le marché mondial des biens industriels qui va se diffuser progressivement à l'inflation domestique. Malgré ces signaux positifs, un risque baissier pèse encore sur la croissance de la zone euro, celui d'un durcissement des conditions de financement qui n'a pas encore déployé ses effets sur l'activité.

 **Zone euro : légère baisse du taux d'épargne et hausse minime du taux de marge au T3 2022**

La croissance du revenu disponible des ménages (2,4%) sur le trimestre a été portée par des rémunérations salariales fort dynamiques, par des revenus des indépendants en nette accélération et par la croissance soutenue des revenus de la propriété. La croissance du revenu disponible réel s'est maintenue positive (0,7%), la croissance du déflateur de la consommation s'étant établie à 1,7% sur le trimestre. Après une consommation à peine plus dynamique (2,5%), le taux d'épargne s'est établi à 13,2% en léger recul par rapport au T2 (13,4%). L'investissement des ménages s'est redressé (+0,6%), mais pas assez pour contrer le repli du taux d'investissement (9,9% après 10,1% au T2). Ainsi, la capacité de financement des ménages s'est dégradée (4% après 4,7% au T2).

Les ménages ont néanmoins continué à accumuler des actifs financiers et leurs liquidités se sont accrues. La valeur de leurs actifs non financiers, notamment immobilier, a continué d'augmenter ainsi que leur richesse nette. La dette des ménages a pourtant continué d'augmenter, même si leur recours au crédit a ralenti (4,1% sur un an, après 4,3%). Leur taux d'endettement s'est toutefois réduit à 58,2% (contre 60,5% un an auparavant).



Le taux de marge des sociétés non financières s'est légèrement accru au T3 (39,8%) sous l'effet d'une croissance plus rapide de la valeur ajoutée (1,8%) que des rémunérations salariales versées (1,5%). L'investissement a fortement rebondi (8,1%, après 2,4% au T2), mais ce rebond est dû principalement à une forte remontée de la formation de capital en Irlande (investissement en actifs immatériels des entreprises multinationales). Ainsi, le taux d'investissement a atteint 25,5% (après 24,1% au T2). La capacité de financement des sociétés non financières a pâti de cette forte remontée de

l'investissement physique, passant de 2,1% à 0% de la valeur ajoutée.

L'investissement en actifs liquides des entreprises a ralenti, tandis que les flux de crédit se sont fortement

accélérés (6,3% sur un an, après 5,5%) compensant les moindres flux de financement obligataire. Le taux d'endettement a continué de se contracter à 77,7% (contre 79,4% un an auparavant).

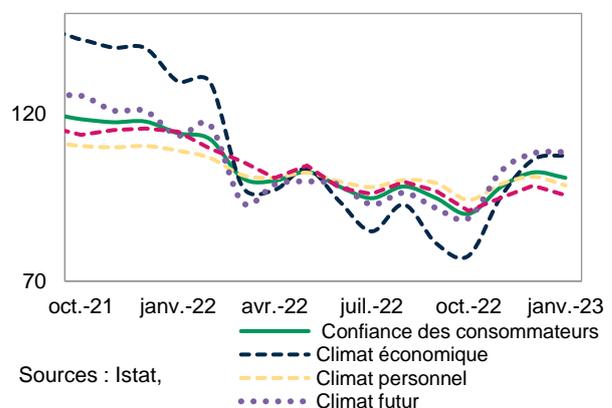
☑ Notre opinion – Le surplus d'épargne cumulé depuis le Covid continue de s'accroître en dépit de la baisse du taux d'épargne. Le revenu des ménages est soutenu par la progression des revenus du travail, mais aussi par des prestations sociales et des transferts qui viennent compenser l'effet négatif de l'inflation garantissant une croissance à peine positive du pouvoir d'achat. Le ralentissement plus marqué de l'activité et de la valeur ajoutée que des rémunérations ne s'est pas encore traduit par une hausse des coûts salariaux unitaires, mais cela ne devrait pas tarder. La rentabilité des sociétés non financières s'est maintenue, mais devrait prochainement souffrir d'une moindre productivité.

👉 Italie : confiance, un ciel moins voilé pour les entreprises, mais pas pour les ménages

Les ménages commencent l'année un petit peu plus pessimistes. L'indice de confiance des ménages a diminué pour la première fois en janvier après deux mois de hausse consécutifs et passe ainsi de 102,5 à 100,9. Il reste néanmoins supérieur à la moyenne de l'indice entre juin et novembre. Dans le détail, la composante qui enregistre le plus fort recul concerne la situation actuelle des ménages avec une baisse du climat personnel des ménages de 101,2 à 98,6, soit en dessous de son niveau de novembre, et une perception dégradée du climat actuel dont l'indice passe de 98,6 à 95,7. Après le rebond enregistré en décembre, les soldes d'opinion en ce qui concerne la situation économique actuelle et future du pays sont toujours en amélioration. Le climat économique passe donc de 106,23 en décembre à 107,6 en janvier et le climat futur passe de 108,2 à 108,6 pour la même période. Les deux indices enregistrent leur niveau le plus élevé depuis mars 2022. Les sous-composantes des indices confirment ce constat. En effet, les attentes quant à la situation économique sont en nette amélioration. Il en va de même pour les anticipations du taux de chômage qui sont en net recul depuis octobre et qui retrouvent le niveau de début 2022. En revanche, les variables qui ont trait au pouvoir d'achat des ménages se dégradent. Dans un contexte toujours inflationniste, ces derniers anticipent une baisse de leur capacité d'épargne et d'achat de biens durables.

Les ménages ne sont pas les seuls à anticiper une amélioration de la situation économique. La confiance des entreprises continue de s'améliorer en janvier pour le troisième mois consécutif, pour atteindre un niveau supérieur à la moyenne de 2022. La hausse de l'indice est tirée par le secteur des services, de la construction et l'industrie. Les services et la construction ont ainsi enregistré les plus fortes hausses passant de 102,4 à 104,2 pour le premier et de 156,6 à 158,8 pour le second. L'indice du secteur manufacturier passe quant à lui de 101,5 à 102,7 tiré par l'amélioration de toutes les composantes. Les attentes en termes de production sont en hausse pour toutes les catégories de biens, mais les biens d'équipement se démarquent.

Indice **Confiance des consommateurs**

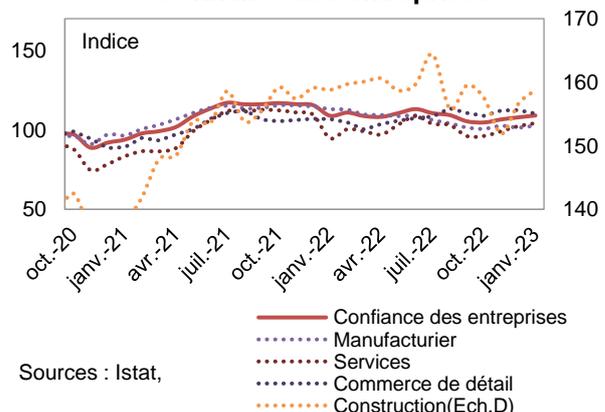


Dans la construction, l'indice est tiré par les segments d'ingénierie civile et de chantiers spécialisés. Les acteurs du secteur témoignent cependant d'une baisse des évaluations des commandes, mais de perspectives d'emploi en hausse.

Enfin, dans les services, ce sont les activités touristiques qui tirent leur épingle du jeu avec un indice en hausse de 8 points en janvier.

En revanche, dans le secteur de la vente au détail, seule composante à enregistrer une détérioration de la confiance, les attentes de vente sont en revanche toujours en baisse.

Confiance des entreprises



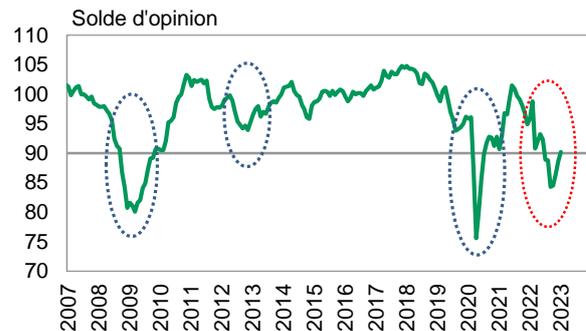
 **Allemagne : plus de confiance dans les affaires écarte un peu plus le risque récessionniste**

L'indice allemand du climat des affaires s'établit à 90,2 points au mois de janvier, après 88,6 points (soit une hausse de +1,6 point). Cette amélioration résulte de la progression de l'indice dans les secteurs de l'industrie (+5 points) et du commerce (+4,5 points) et dans une moindre mesure des services (+1,4 point). Néanmoins, l'évaluation de la situation actuelle s'est légèrement détériorée avec un indice atteignant 94,1 points, contre 94,4 points le mois précédent. En effet, seule la situation dans l'industrie s'est redressée, alors que dans les autres secteurs, elle a soit stagné soit reculé. Les anticipations d'activité à six mois continuent cependant de se renforcer notamment dans l'industrie (+6,5 points), le commerce (5,6 points) et les services (+4,9 points).

Dans l'ensemble, le moral des entreprises s'est amélioré essentiellement en raison de la situation énergétique qui a été meilleure qu'attendu. En effet, les réserves stratégiques de gaz demeurent élevées, réduisant les craintes d'un scénario de rationnement et le prix de gros sur le marché européen est redescendu à son plus bas niveau depuis septembre 2021. Toutefois, le niveau de

l'indice du climat reste toujours compatible avec une récession technique au regard des évolutions passées de l'indice et des périodes de récession enregistrées. Si l'économie allemande semble amorcer un atterrissage en douceur et éviter un choc brutal d'activité, elle devra néanmoins composer avec une croissance potentielle dorénavant plus faible.

Allemagne : climat des affaires



--- périodes durant lesquelles le PIB a reculé durant au moins deux trimestres consécutifs

Sources : Ifo, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – *Le climat des affaires a atteint son plus haut niveau depuis juin 2022, mais reste encore en-deçà de son niveau d'avant-crise sanitaire. Le desserrement des contraintes d'offre, avec de moindres goulets d'étranglement sur l'approvisionnement permet d'écouler plus aisément les carnets de commandes industriels, mais les ventes au détail restent sujettes au niveau élevé de l'inflation qui restreint le pouvoir d'achat. En parallèle, l'activité des services qui a bénéficié jusqu'ici d'un rebond lié à la levée des restrictions sanitaires, pourrait s'affaïsser quelque peu.*

Les industries à forte consommation énergétique continueront de peser sur l'ensemble de la production industrielle avec des coûts de production durablement plus élevés que par le passé. Par ailleurs, le PIB a stagné au T4 et les données dures actuelles ne permettent pas clairement d'exclure un recul même temporaire de la croissance dans les prochains mois, même si les premières enquêtes semblent légèrement plus optimistes. De surcroît, les hausses de taux d'intérêt par la BCE ne sont vraisemblablement pas achevées et pourraient freiner davantage l'activité à l'instar du repli observé dans la construction, premier secteur impacté par le resserrement de la politique monétaire.

 **Espagne : résilience du PIB au dernier trimestre 2022**

L'économie espagnole a évité le ralentissement attendu pour la dernière partie de l'année et a progressé de 0,2% au T4 2022, selon les données préliminaires des comptes nationaux publiées ce vendredi par l'Institut national de la statistique (INE). Le PIB de l'Espagne aurait ainsi augmenté de 5,5% en 2022. La résilience du T4 s'explique par la performance extraordinaire de l'investissement public qui, tiré par les fonds européens, a affiché une croissance trimestrielle de 1,9%, suffisante pour compenser la performance négative de pratiquement toutes les autres composantes du PIB. En effet, la consommation finale a reculé de 0,8%, plombée par l'effondrement de la consommation des ménages (-1,8%).

La performance de l'investissement privé a été tout aussi négative au cours du trimestre, avec une baisse de 3,8% de la formation brute de capital fixe. Ainsi, l'investissement dans la construction recule de 2,6% et celui en machines et équipements de 5,8%. Quant à la demande extérieure, les données montrent un ralentissement plus qu'important des exportations et des importations qui – même jusqu'à l'été – semblaient éviter l'affaiblissement généralisé de l'économie. Les exportations passent d'une croissance en glissement annuel de 14,7% à une croissance de 7,6%, tandis que le volume de biens et de services importés est passé d'une croissance de 8,7% au troisième trimestre à une croissance beaucoup plus modérée de 2,2%.

L'affaiblissement général affecte également l'emploi qui a commencé l'année avec une croissance de 7,1% et la clôture par une croissance de 2,7%, confirmant le ralentissement de la population active

et des perspectives d'emploi en 2023 moins optimistes. Les heures travaillées se sont déjà repliées au dernier trimestre de l'année (-0,1%).

☑ Notre opinion – *L'économie espagnole a pratiquement récupéré son niveau d'avant-crise. Pourtant, les perspectives pour cette année sont celles d'une croissance très faible en raison de la consommation, qui reste très en retard par rapport à son niveau d'avant 2020 et se trouvera davantage pénalisée par la hausse de l'inflation sous-jacente. Quant à l'investissement, les données concernant les machines et équipements confirment trois trimestres de baisse consécutifs, ce qui pourrait être un indice que le plan de relance ne se reflète pas encore dans les dépenses d'investissement privé. Le plan devrait néanmoins renforcer la croissance très modérée de 2023, estimée actuellement à 0,8%.*

Royaume-Uni

Royaume-Uni : la hausse de l'inflation, un souci, plutôt qu'une aide pour l'État

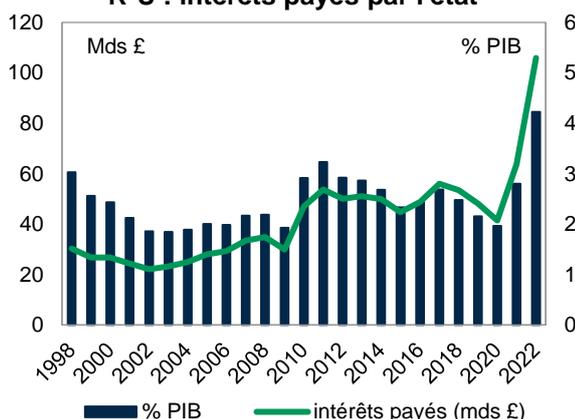
Hausse significative du coût de service de la dette

L'inflation constitue la priorité numéro un des autorités britanniques en raison notamment de son impact sur le pouvoir d'achat des ménages. La chute des revenus disponibles réels qu'elle provoque, couplée aux effets du resserrement monétaire mis en place pour la combattre, devrait approfondir la baisse de la consommation des ménages dans les prochains mois et pousser l'économie en récession.

Toutefois, la hausse de l'inflation n'impacte pas seulement le secteur privé. Elle porte aussi son lot de problèmes pour le gouvernement qui voit le coût de service de la dette augmenter. Et ce d'autant plus qu'au Royaume-Uni un quart de la dette publique est composée d'obligations d'État indexées à l'inflation. Mesurée par l'indice RPI, l'indice de référence auquel ces titres sont indexés, le taux d'inflation a atteint 14,2% en octobre, avant de reculer à 13,4% en décembre. Ainsi, en 2022, l'état britannique a payé 69 milliards de livres au titre du service de cette partie de la dette contre 26,4 milliards en 2021¹.

Sur l'ensemble de l'année 2022, au total, les intérêts payés par l'État (y compris la partie indexée à l'inflation et les autres composantes d'intérêts) ont atteint 105,9 milliards de livres (4,2% du PIB), contre 63,7 milliards en 2021 (2,8% du PIB). Cette forte hausse n'est pas due à la hausse des taux ou à au stock de dette plus élevé. Elle est le résultat précisément de la forte remontée de l'inflation.

R-U : intérêts payés par l'état



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

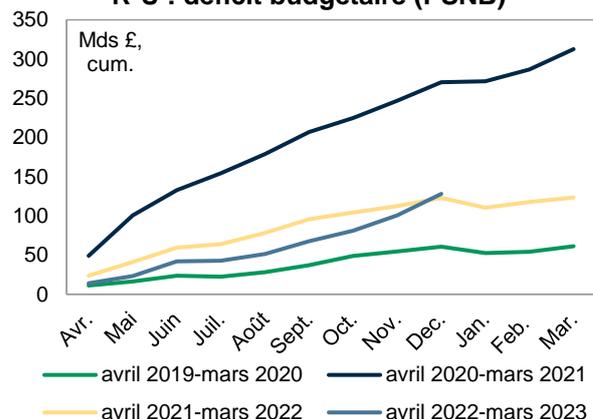
¹ Selon l'OBR, chaque point de pourcentage supplémentaire d'inflation augmente le coût de service de la dette de 6 milliards de livres.

² Il s'agit du *Public Sector Net Borrowing (PSNB ex)* excluant les banques du secteur public. C'est la mesure de référence pour

Entraînant une nette accélération du déficit budgétaire

En termes d'année fiscale (du mois d'avril au mois de mars inclus), l'État britannique a emprunté 128,1 milliards de livres, soit 5,1 milliards de plus que sur la période avril-décembre de l'année dernière. Le déficit budgétaire a accéléré depuis cet été, et notamment sur les trois derniers mois de l'année.

R-U : déficit budgétaire (PSNB)



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

En plus des paiements des intérêts de la dette, l'État doit aussi financer des dépenses sociales en hausse (+16,4 milliards de livres sur la période avril à décembre par rapport à la même période en 2021) en raison de la crise énergétique. Le gouvernement a mis en place des dispositifs d'aide aux ménages et aux entreprises comportant un plafonnement de prix de l'énergie mis en place en octobre 2022 (*the Energy Price Guarantee* pour les ménages et *the Energy Bill Relief Scheme*, son équivalent pour les entreprises) et des aides financières directes de 400 £ par ménage à être versées en six tranches entre octobre 2022 et mars 2023 (*the Energy Bills Support Scheme*). À cela s'ajoutent des prestations sociales en hausse pour les bénéficiaires de prestations sous condition de ressources, de prestations d'invalidité et les retraités.

Le déficit a plus que doublé en décembre

Ainsi, sur le seul mois de décembre, le déficit budgétaire (mesuré par le PSNB²) a atteint 27,4 milliards de livres, un record pour cette période de l'année depuis le début de la série en janvier 1993. Il se compare à 10,7 milliards en décembre 2021, soit une hausse de plus de 150%. Il est également nettement supérieur aux anticipations du

le gouvernement britannique, mais diffère de la mesure du déficit budgétaire utilisée par les critères de Maastricht. Le PSNB inclut les entreprises contrôlées par l'État et est net des actifs liquides.

OBR (*Office of Budget Responsibility*) établies en novembre dernier (17,6 milliards de livres). En décembre 2022, l'état britannique a payé deux fois plus en intérêts sur la dette qu'en décembre 2021 (17,3 milliards de livres contre 8,7 en 2021). Il y a eu également trois fois plus de dépenses sociales pour les ménages et les entreprises (7,2 milliards contre 2,4 milliards en décembre 2021).

Un déficit moins élevé que prévu sur l'année, mais perspectives dégradées

Le déficit budgétaire sur l'année fiscale en cours est toutefois inférieur qu'aux prévisions de l'OBR (-2,7 milliards de livres). Cela reflète des recettes d'État en hausse (de 66,9 milliards d'avril à décembre par rapport à avril-décembre 2021), plus que compensant une hausse des dépenses budgétaires (51 milliards de livres sur la même

période, dont 34 milliards pour le paiement d'intérêts et 16,4 pour les dépenses sociales). Une hausse de 25 milliards des recettes au titre des impôts sur le revenu et le patrimoine contribue ainsi pour plus d'un tiers de la hausse des recettes d'État, tandis que la variation des recettes de la TVA (+14 milliards de livres) n'en explique qu'un quart. Ces deux composantes centrales des recettes servent donc uniquement à financer la dette de l'État.

Un déficit budgétaire meilleur que prévu a revigoré les voix au sein du parti conservateur qui plaident en faveur de baisses d'impôts et de taxes, à l'instar de Liz Truss. Un allègement de la fiscalité n'est toutefois pas pour tout de suite. Le chancelier J. Hunt va présenter le 15 mars prochain le budget du printemps (*Spring budget*). Ses objectifs et ceux du Premier ministre Rishi Sunak restent la baisse de l'inflation et la soutenabilité des comptes publics.

☑ Notre opinion – *Avec une inflation dépassant 10% et dont les prévisions indiquent qu'elle reste élevée encore cette année, le coût de service de la dette va continuer de peser sur les finances publiques, nécessitant en contrepartie des recettes fiscales soutenues pour le financer. Or, celles-ci devraient se tasser dans les prochains mois, en raison de la baisse anticipée de la consommation des ménages et de l'entrée probable de l'économie en récession. Le gouvernement n'a d'autre choix que de maintenir une orientation restrictive de sa politique budgétaire cette année. Pour rappel, les aides sociales exceptionnelles liées à la crise du pouvoir d'achat vont s'arrêter en avril, le plafonnement des prix de l'énergie sera moins généreux, l'impôt sur les sociétés sera augmenté et l'abattement personnel de l'impôt sur le revenu, le seuil de taux élevé et les principaux seuils de cotisations sociales seront maintenus aux niveaux actuels.*

Pays émergents

Asie

Inde : une année 2023 au centre de la scène internationale

L'agenda multilatéral indien s'annonce très chargé en 2023, puisque le pays assure la présidence du G20 mais aussi celle de l'Organisation de coopération de Shanghai. Un double rôle témoignant bien de la position ambiguë entretenue par l'Inde sur la scène internationale.

Côté G20, l'Inde se veut l'avocate des pays du Sud, notamment sur les questions de surendettement et appelle à « une mondialisation qui ne crée pas de crise climatique ou de crise de la dette ». Une critique à peine dissimulée à la Chine, plus grand créancier du monde, qui refuse toujours de coopérer avec le Club de Paris et de partager ses données. La plupart des contrats signés avec les autres pays émergents contiennent même des clauses de non-divulgaration ou des clauses d'exclusion du Club de Paris, ce qui complique un peu plus les négociations.

Côté Organisation de coopération de Shanghai, l'Inde veut porter des thèmes beaucoup plus sécuritaires, liés à la souveraineté internationale et à l'intégrité territoriale, visant encore une fois la Chine. Les tensions le long de la frontière dans la région des hauts plateaux du Ladakh se sont encore intensifiées en fin d'année et ont donné lieu à des échauffourées entre les deux armées.

Bien sûr, c'est la position de l'Inde vis-à-vis de la Russie qui suscite le plus de commentaires : membre des deux organisations, la Russie n'a pas participé au dernier sommet du G20 à Bali et la présence de Vladimir Poutine au sommet de Delhi en septembre prochain reste à confirmer. Le Premier ministre indien, Narendra Modi, a renoncé à tenir son traditionnel sommet bilatéral avec le président russe.

Il n'empêche que les importations de l'Inde depuis la Russie ont explosé depuis un an, passant de moins de 2% à plus de 8% des importations totales, en raison des achats massifs de pétrole, pour lesquels

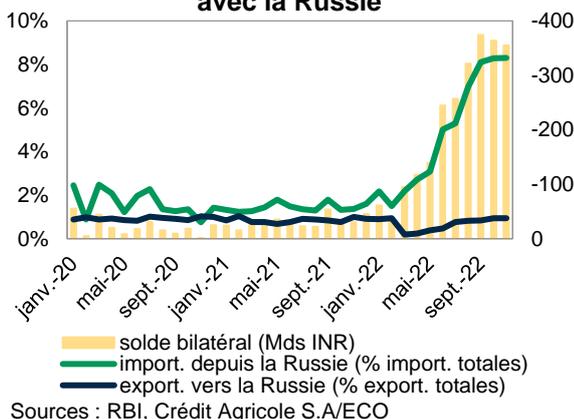
l'Inde bénéficie d'un prix très attractif. Les exportations indiennes vers la Russie sont quant à elles restées stables, et le déficit commercial bilatéral s'est donc nettement creusé. L'Inde paie donc le prix de sa dépendance historique au pétrole (30% des importations totales au quatrième trimestre 2022), qui n'a fait que se déplacer des pays du Golfe vers la Russie.

L'accès à un pétrole moins cher n'a pas qu'un intérêt pour les comptes extérieurs. Il a également permis au pays de maîtriser un peu mieux la trajectoire de l'inflation. Alors que les transports et les produits énergétiques comptent pour environ 15% de l'indice des prix (près de 50% du panier étant dédié aux produits alimentaires), le taux d'inflation est resté relativement contenu, sous la barre des 8%.

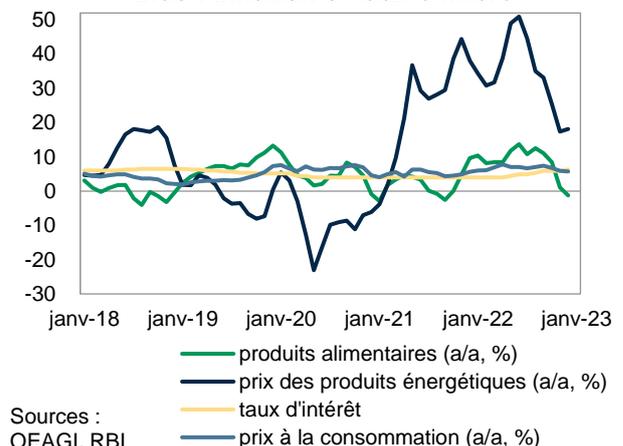
En décembre, la hausse des prix en glissement annuel atteignait 5,7%, un niveau moins élevé que celui de la zone euro (9,1%). Cela a aussi permis à la banque centrale indienne de mener une politique monétaire plutôt accommodante, en relevant ses taux de manière très graduelle (+225 pb depuis avril 2022, répartis en cinq hausses, pour atteindre actuellement 6,25%), afin de ne pas trop peser sur l'activité économique et la production de crédits, très dynamique cette année (+15% sur un an).

Si le prix de l'énergie n'explique bien sûr pas tout – l'Inde a aussi profité de son statut d'économie relativement fermée et a donc été moins affectée par l'inflation importée – les ristournes russes ont nécessairement aidé. Elles ont également permis à l'État de faire des économies, puisque ce dernier consacre 1,9% du PIB aux subventions pour l'agriculture, l'énergie et les engrais, un chiffre qui s'ajuste en fonction des prix de ces trois composantes. Et le ministre des Finances aura certainement cela en tête, lorsqu'il présentera son budget le 1^{er} février prochain.

Inde : commerce bilatéral avec la Russie



Inde : inflation et taux d'intérêt



☑ **Notre opinion** – Les chiffres de croissance de l'année fiscale 2022/2023 ne seront pas connus avant mars prochain, mais le gouvernement table sur une progression de l'activité autour de 7%. Un niveau envié par de nombreux membres du G20 ou de l'OCS, dont la Chine. L'Inde compte sur « son » année du G20 pour se placer au centre de la scène internationale et défendre un agenda très ambitieux. Sur le plan économique, le pays se veut donc l'avocat du reste du Sud, sur les questions d'endettement, d'aide au développement et de climat. Mais l'Inde souhaite aussi profiter de la grande réorganisation commerciale du monde, et notamment du découplage qui s'opère dans le secteur des semi-conducteurs en attirant de nouveaux investisseurs. Dernier en date, le taiwanais FoxConn qui, allié au conglomérat indien Vedanta va investir 19,5 milliards de dollars pour développer des usines de production dans le Gujarat.

Cette stratégie de « multi-alignement » conceptualisée par le ministre des Affaires étrangères, Jaishankar Subrahmanyam, vise donc à dialoguer avec tout le monde, tout en servant au mieux les intérêts de son pays. Elle n'est finalement pas nouvelle et s'inscrit dans la lignée des « non-alignés » des années 1950 qui refusaient déjà de choisir entre bloc soviétique et bloc américain. Mais à l'heure où le monde se polarise de plus en plus, et où chaque bloc tente de se replier sur des alliés de confiance, des partenaires sûrs, cette stratégie est aussi périlleuse. L'Inde a beau être devenue la première puissance démographique mondiale et la cinquième économie mondiale (« Nous laissons derrière nous ceux qui nous ont dirigés pendant deux cent cinquante ans » a sarcastiquement commenté Narendra Modi), elle demeure encore une économie pauvre et un partenaire commercial de second rang pour la plupart des économies. La fenêtre de tir est donc réduite, car chacun des blocs pourrait finir par s'agacer de cette neutralité qui n'en est pas une. Et ce d'autant plus que, pour un investisseur, l'Inde représente toujours un enfer administratif et bureaucratique dans lequel le manque d'infrastructures et de connectivité limite encore les possibilités. À Narendra Modi de profiter de son année sous les feux des projecteurs pour démontrer le contraire.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

République tchèque : qu'attendre des élections présidentielles ?

Bien que le rôle du président soit assez limité en République tchèque, ces élections présidentielles vont marquer un tournant dans la politique étrangère et ce peu importe celui qui les remportera.

Milos Zeman, l'actuel président de la République, qui a d'ores et déjà cumulé deux mandats depuis sa première élection en 2013, n'a pu se représenter une nouvelle fois. Le premier changement majeur de cette élection est donc la fin de l'ère Zeman qui s'est caractérisée par un élargissement des domaines d'intervention, notamment sur la politique étrangère. En effet, le président Zeman a largement favorisé le développement des relations avec la Russie et la Chine. Ses amitiés et sa grande ouverture vers l'Est l'ont conduit à promouvoir les relations et le développement de la Chine en Europe centrale. Avec son départ, il est peu probable que cette politique soit reconduite au même rythme, tout comme l'agression russe en Ukraine a fortement changé le positionnement des personnalités politiques tchèques, y compris celui de M. Zeman.

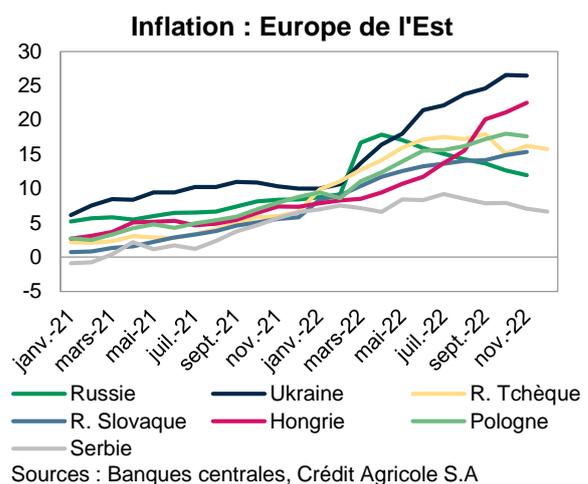
L'enjeu de cette future élection se joue donc désormais entre les deux candidats issus du premier tour, l'ancien général de l'Otan, P. Pavel, et l'ex-Premier ministre, A. Babis. Tous deux ont obtenu respectivement 35,4% et 30% des suffrages. Le taux de participation de 68% au premier tour témoigne de l'importance de ces élections aux yeux des Tchèques dans un contexte d'instabilité géopolitique, en raison de la guerre qui se déroule en Ukraine.

L'ancien Premier ministre, A. Babis, garde une forte proximité avec les leaders populistes des membres de l'UE, mais devrait toutefois – s'il est élu – afficher une position proche de l'UE et des institutions européennes. Le général Pavel est également très pro-européen avec une longue expérience au sein de l'Otan et qui a le soutien du gouvernement de P. Fiala contrairement à A. Babis, qui est soutenu par le président sortant, M. Zeman.

Le contexte économique et social s'est quelque peu tendu en République tchèque, qui a connu une très forte inflation en 2022 (environ 15%), atteignant certains mois plus de 17%. L'économie est fortement dépendante des importations énergétiques, qui ont été le principal facteur du renchérissement des coûts de production et des prix à la consommation. Cette raréfaction de la ressource en gaz et en énergie risque, plus

globalement, de poser un problème majeur pour le modèle économique tchèque dans les prochaines années. Le secteur industriel tchèque représente plus de 40% du PIB, avec son industrie automobile qui assure autour de 25% des exportations et s'est construite autour d'un marché où le prix de l'énergie était plutôt très faible.

Le niveau de vie et des revenus ont donc rapidement progressé, faisant de la République tchèque un pays à revenu par habitant comparable à l'Espagne ou au Portugal. Seulement, cette hausse des salaires combinée à des prix de l'énergie plus élevés risque de rendre le pays moins attractif pour les investisseurs industriels à haute consommation énergétique. Cette situation pourrait même s'avérer plus compliquée, si le pays n'arrive pas à attirer les fabricants de batteries ou de véhicules électriques, ce qui serait l'occasion de grimper dans l'échelle de la valeur ajoutée apportée à la production. Toutefois, le gouvernement est assez conscient de ce risque et travaille avec l'UE dans le domaine de la transition énergétique qui englobe donc la ressource. Mais ce sont des projets à très long terme et l'enjeu actuel est de plus court terme. Enfin, à cela s'ajoutent les contraintes démographiques, dans un pays où la population est vieillissante. Il faudra donc beaucoup de talent, de coopération et de travail au gouvernement pour réussir les défis d'une transformation économique après la longue phase de la transition *post-communiste* assez bien réussi par ailleurs.



Afrique sub-saharienne

Sénégal : un État engagé dans la transformation de son pays

En 2014, le gouvernement sénégalais s'était lancé un pari, celui de parvenir au décollage économique du Sénégal d'ici 2035. Cette stratégie se matérialise à travers le Plan Sénégal Émergent (PSE) qui couvre la période 2014-2023. Ainsi, la vision d'« *un Sénégal émergent d'ici 2035 avec une société solidaire dans un État de droit* » se décline en trois axes majeurs :

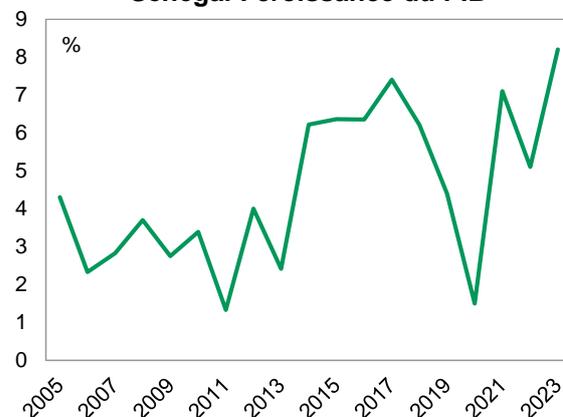
- ✓ Transformation structurelle de l'économie et croissance : notamment à travers le développement de secteurs à haute valeur ajoutée, compétitifs et moteurs de la création d'emplois et de richesse.
- ✓ Capital humain, protection sociale et développement durable : à travers l'amélioration des conditions de vie, la lutte contre l'injustice sociale et la protection des ressources et de l'environnement.
- ✓ Gouvernance, institution, paix et sécurité : à travers la consolidation de la paix et de la sécurité, la promotion de l'État de droit, des droits humains et de la justice...

Par ailleurs, la mise en œuvre du PSE s'articule autour de vingt-sept projets d'investissement qui sont moteurs d'emploi, d'inclusion sociale, d'exportations et d'investissements directs étrangers et de dix-sept réformes pour stimuler le potentiel de croissance du pays.

Ce plan est porté par un Plan d'Actions Prioritaires (PAP) quinquennal scindé en deux phases. La première phase se décline en plusieurs projets et programmes de développement sur la période 2014-2018 dans un cadre budgétaire d'environ 9 685 Milliards de francs CFA avec un taux d'exécution de 53%. Elle s'articule autour de six secteurs-clés (infrastructures, énergie, agriculture, éducation, santé, eau et assainissement). Le financement du PSE au cours de cette première phase a été réalisé à hauteur de 54% du total par l'État, suivi des partenaires techniques et financiers (38%) et du secteur privé à travers le Partenariat Public/Privé (7%). Ainsi, sur la période 2014-2018, on relève plusieurs performances en ligne avec les objectifs du PSE. L'économie sénégalaise a enregistré au cours de cette période une croissance moyenne de 6,5%, contre 3% en 2005-2013. L'objectif étant d'atteindre une croissance moyenne de 7%-8% en 2023. Dans le même temps, le revenu par habitant a également crû, de 20% par rapport à son niveau de 2012, soit 1 200 dollars (objectif de +50% d'ici

2023). Quant aux projets et réformes, dix-sept projets sur les vingt-sept prévus ainsi que treize réformes ont été réalisés. Enfin, sur le marché du travail, près de 300 000 emplois ont été créés, avec une cible de 600 000 emplois d'ici 2023. Ainsi, cette première phase a permis de stimuler de nouveaux relais de croissance et a contribué à la consolidation du cadre macro-économique. Néanmoins, alors que la hausse des dépenses publiques aspire à servir de catalyseur pour l'investissement privé, le secteur privé est confronté à un accès limité aux financements avec un ratio crédit/PIB de seulement 29% en 2020 qui freine son développement et sa contribution aux investissements.

Sénégal : croissance du PIB



Sources : EIU, Crédit Agricole S.A.

En ce qui concerne le second PAP, correspondant à la deuxième phase, il couvre la période 2019-2023 avec pour objectif l'atteinte de l'ensemble des cibles fixées dans le PSE. Néanmoins, avec la crise sanitaire en 2020, cette deuxième phase a été révisée pour rendre compte de nouveaux défis mis en exergue par la crise et a laissé place à un ajustement du PAP. Ainsi, cette mise à jour met l'accent sur le développement du secteur agricole pour une souveraineté alimentaire, l'amélioration du système de santé et la promotion d'un secteur privé plus résilient et dynamique.

Enfin, afin d'assurer un suivi adéquat du PSE, le gouvernement a implémenté un dispositif de suivi et d'évaluation « le Bureau Opérationnel du Suivi du Plan Sénégal Émergent » (BOS-PSE), sous la tutelle du ministre auprès de la présidence de la République en charge du suivi du PSE (qui est également le ministre du Commerce). Des bilans et rapports détaillant les avancées des projets sont publiés sur le site internet du bureau.

☑ **Notre opinion** – Témoin de l'engagement du gouvernement, l'État sénégalais a lancé, fin 2022, un appel public à l'épargne sur le marché financier de l'UEMOA pour une émission obligataire d'un montant de 150 Milliards de francs CFA (soit environ 229 millions d'euros) avec une maturité de douze ans et un taux de 5,95%. L'émission a été clôturée au début du mois de janvier en enregistrant un taux de couverture de 121,67% (soit des souscriptions à hauteur de 182,5 Milliards de francs CFA). Le montant levé servira aux financements de projets de développement dans le cadre de l'objectif de transformation structurelle de l'économie. Ainsi, le succès de cette opération témoigne de la confiance des investisseurs dans la qualité de l'État du Sénégal en tant qu'emprunteur, ainsi que la crédibilité de sa stratégie de développement appuyée par les nombreuses réalisations.

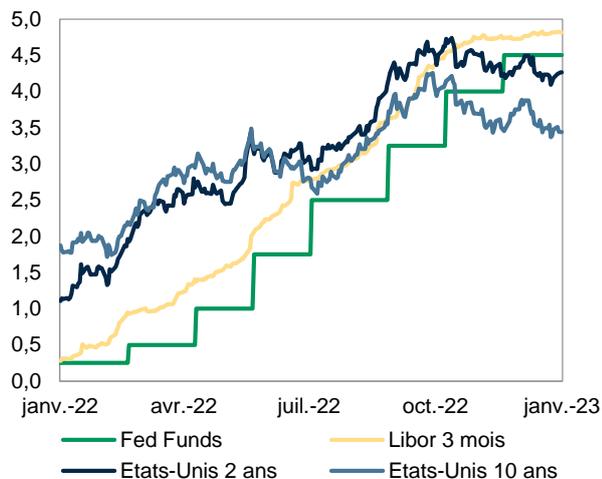
Bien que le Sénégal ait subi le choc sanitaire en 2020 à l'instar de l'ensemble des économies mondiales et ait connu un ralentissement de son activité économique, la croissance est tout de même restée en territoire positif, à 1,3%, avant de se redresser en 2021 à 6,1%. En 2022, l'économie a subi les conséquences du ralentissement mondial et de la guerre en Ukraine (inflation, perturbations des chaînes d'approvisionnement...), mais devrait se redresser sur le court terme pour dépasser les 8%. En effet, l'investissement public, opéré au travers du PSE soutient fortement cette reprise post-crise du Sénégal. Parmi les différents projets qui devraient propulser l'économie, le développement des infrastructures, le port de Ndayane acté en 2022, ainsi que les premières phases des champs offshore de gaz et de pétrole, devraient être les moteurs d'une croissance vigoureuse.

Néanmoins, même si les indicateurs économiques semblent, au premier abord, prometteurs, il n'en reste pas moins que le maintien d'une trajectoire soutenable dépendra d'une mise en œuvre convaincante de la deuxième phase du PSE qui peut être compromise par des facteurs externes (guerre en Ukraine, chocs climatiques, instabilité régionale) et internes (instabilité politique et mécontentement populaire). Par ailleurs, les indicateurs sociaux du Sénégal restent pour le moment fragiles : 38% de la population vit sous le seuil de pauvreté et l'Indice de Développement Humain est de 0,5.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

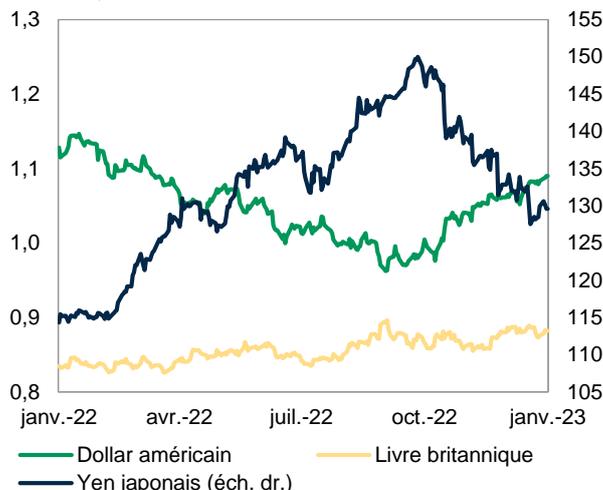
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

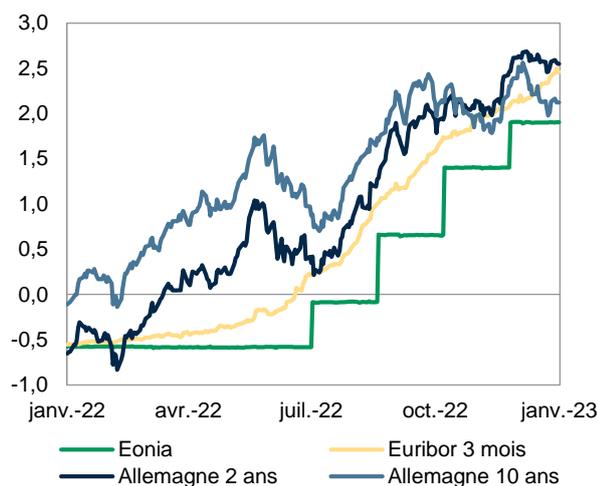
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

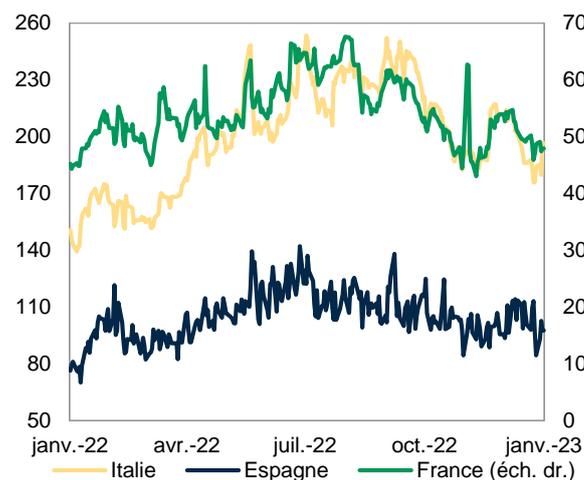
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

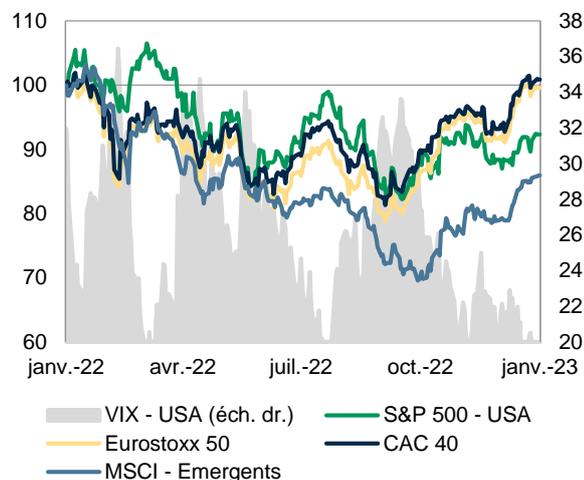
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

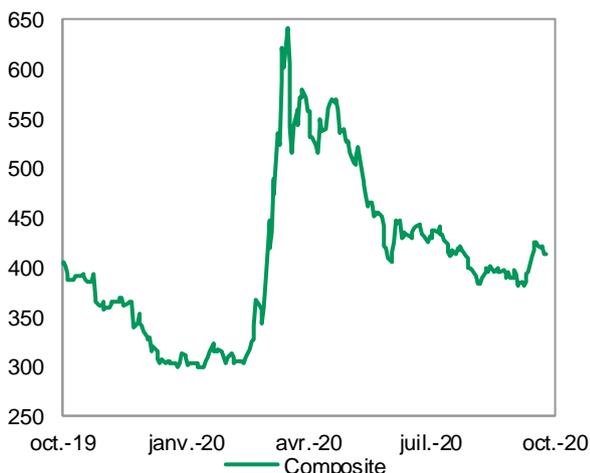
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

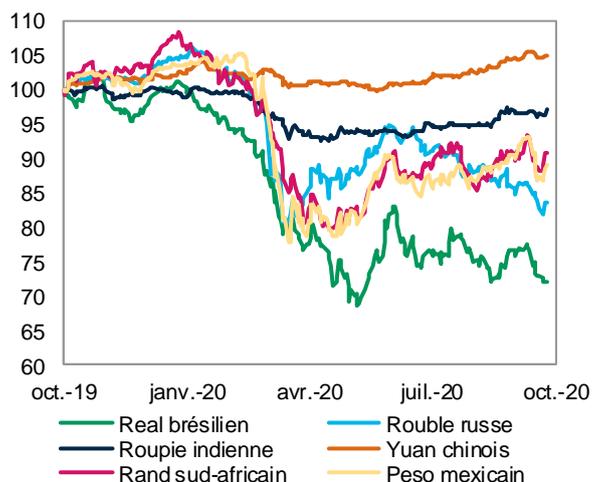
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

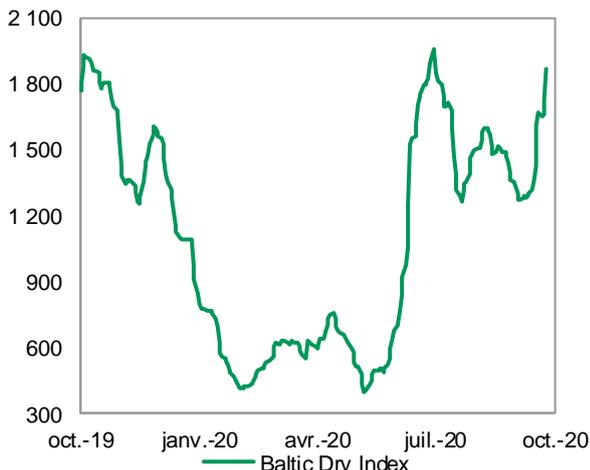
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

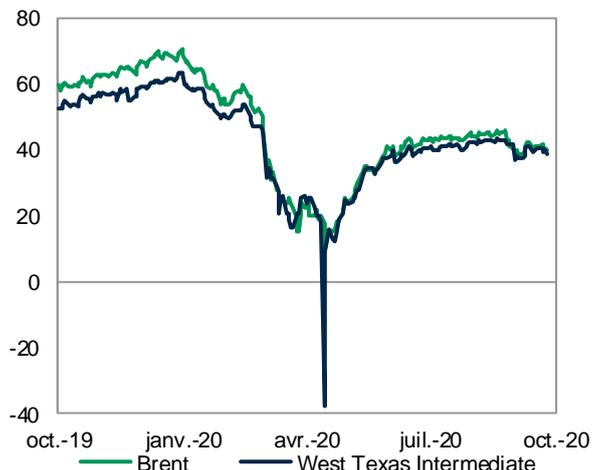
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

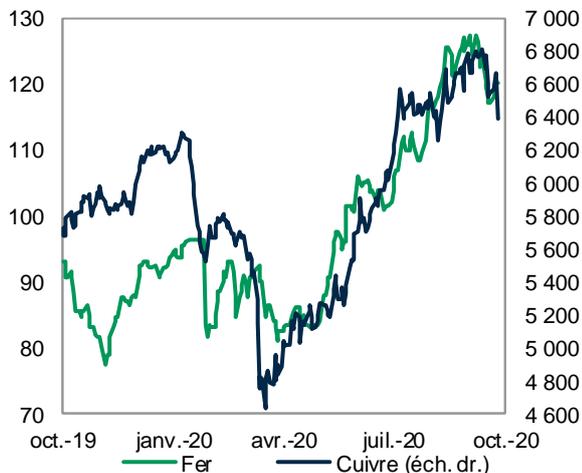
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Décembre 2022

[Un retournement d'une nature inédite](#)

Date	Titre	Thème
24/01/2023	L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires	Agri-Agro-alimentaire
24/01/2023	Zone euro – Scénario 2023-2024 : le choc qui va, le choc qui vient	Zone euro
23/01/2023	Royaume-Uni : les tensions sur les prix et les salaires persistent, nouvelle hawkish pour la BoE	Europe
20/01/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/01/2022	Azerbaïdjan – Peut-il profiter de la grande recomposition géopolitique du Caucase du Sud ?	PECO et Asie centrale
18/01/2023	Fintech Outlook – Bilan 2022 : Groggy !	FIntech
18/01/2023	Amérique latine – 2022-2023 en quelques graphiques et quelques mots	Amérique latine
17/01/2023	Italie – Scénario 2023-2024 : malgré le choc, une année de croissance	Italie
13/01/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
12/01/2023	La mondialisation au secours du climat	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSALD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER Jorge MAMANI SORIA

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.